

**ANALISIS HUBUNGAN STRUKTUR MODAL DENGAN  
ECONOMIC VALUE ADDED ( EVA ) GUNA MENILAI  
KINERJA PERUSAHAAN  
( Studi Kasus Industri Kertas di BEJ tahun 1994 – 2000 )**



**TESIS**

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna  
memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen  
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro**

**Oleh :**

**Suwito  
C4A097038**

**PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN  
PROGRAM PASCA SARJANA  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
SEMARANG  
2002**



## SERTIFIKASI

Saya, *Suwito*, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program Magister Manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggung jawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

Suwito  
September 2002

## PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :

**ANALISIS HUBUNGAN STRUKTUR MODAL DENGAN  
*ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)* GUNA MENILAI  
KINERJA PERUSAHAAN  
(Studi Kasus Industri Kertas di BEJ tahun 1994 – 2000 )**

yang disusun oleh Suwito, NIM C4A097038  
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 1 September 2002  
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama



Prof. Dr. Miyasto, SU

Pembimbing Anggota



Drs. Mulyo Haryanto, Msi

Semarang , 20 September 2002  
Universitas Diponegoro  
Program Pasca Sarjana  
Program Studi Magister Manajemen

Ketua Program



Prof. DR. Suyudi Mangunwihardjo

## ABSTRACT

*Economic Value Added* (EVA) is a new approach to assess the performance of relatively new companies by focusing objectively on the shareholder's expectance. The implementation of the concept EVA in companies would assist them in evaluating their performance of whether the capital obtained from payables or stocks has their added value or not. Return on a new investment would be considered significant if the yield received overvalues the amount of the investment. EVA it self has strength in stressing the assessment of company performance on added value, which is by calculating the increase of capital cost as consequence of an investment.

The study has several research cases are as follow. First, whether the capital structure change influence company's EVA. Decision makes in an Indonesia companies put less attention on the two problems mentioned above. By understanding this relation, decision makers can allocate their capital sources more wisely and rationally, so these sources can result in higher company EVA. The results of this research show that there is a correlation between the changes of firm's debt proportion to EVA's changes in which the correlation will be converse. It can be defined that the size of debt is rising; it will impact on the reduced EVA's firm values. Whereas, the correlation between the changes of firm's stock proportion to EVA's changes will be converse. It means that if the size of stock proportion is increasing, it will impact on the reduced EVA's firm values.

It would be better for decision makers to consider EVA when allocating capital sources. EVA calculates capital cost of equity & thus, acknowledge that the higher the risk, the higher capital cost of equity compared to the capital cost of payables. Decision makers should be more cautious in considering an increase of capital so that the increase would not inflict higher capital cost and in the end, cause the decrease of EVA. It also takes company's decision makers within deciding on the currency of its payables, whether in Rupiahs or in U.S Dollars or even other currencies depending on company's need. A side from giving suggestion to companies, this research also serves investors and investment analysts.

## ABSTRAKSI

*Economic Value Added* merupakan suatu pendekatan penilaian kinerja perusahaan yang relatif masih cukup baru dengan memperhatikan secara adil harapan para *shareholder* perusahaan. EVA dalam perusahaan dapat membantu perusahaan dalam menilai kinerjanya, apakah modal yang diterima perusahaan, baik itu modal hutang ataupun modal saham telah menciptakan nilai tambah bagi perusahaan atau tidak. Pengembalian dari suatu investasi baru akan berarti apabila besarnya hasil yang didapat melebihi besarnya modal yang dikeluarkan. EVA sendiri memiliki keunggulan dalam hal menitik beratkan pada penilaian kinerja perusahaan pada nilai tambah dengan telah memperhitungkan tambahan biaya modal.

Permasalahan penelitian ini adalah : pertama, apakah perubahan dalam struktur modal berpengaruh terhadap EVA perusahaan. Kedua, para pengambil keputusan manajemen di perusahaan-perusahaan Indonesia jarang yang memperhatikan kedua hal tersebut di atas. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ada korelasi antara perubahan proporsi hutang perusahaan dengan perubahan EVA dimana korelasinya bersifat berbanding terbalik. Ini dapat diartikan bahwa jika besarnya hutang mengalami kenaikan maka hal tersebut akan membawa akibat turunnya kepada nilai EVA perusahaan. Sedangkan korelasi antara perubahan proporsi saham perusahaan dengan perubahan EVA sifatnya berbanding terbalik dapat diartikan bahwa jika besarnya proporsi saham mengalami kenaikan maka hal tersebut akan membawa akibat penurunan EVA perusahaan.

Sebaiknya pengambil keputusan di perusahaan juga memperhitungkan nilai EVA untuk memperhatikan kebijaksanaan struktur modalnya. EVA secara eksplisit memperhitungkan biaya modal atas ekuitas dan mengakui bahwa, karena lebih tingginya resiko yang dihadapi pemilik modal, besarnya tingkat biaya modal atas ekuitas adalah lebih tinggi daripada tingkat biaya modal atas hutang. Para pimpinan perusahaan harus berhati-hati di dalam mempertimbangkan penambahan modal perusahaan, jangan sampai penambahan tersebut mengakibatkan timbulnya biaya modal yang lebih besar daripada hasil yang didapat sehingga akan mengakibatkan menurunnya EVA. Perlunya kejelian dari pimpinan perusahaan dalam memilih bentuk hutangnya, apakah dalam bentuk Rupiah ataukah US\$ atau mata uang asing yang lain sesuai dengan kepentingan perusahaan. Selain sumbang saran bagi perusahaan, penelitian ini juga memberikan saran bagi investor atau analis investasi.

## KATA PENGANTAR

Terima kasih kepada Tuhan Yang Maha Esa atas karunia-Nya sehingga penulisan tesis ini dapat terselesaikan. Salah satu tujuan penulisan tesis ini adalah untuk memenuhi sebagian dari persyaratan-persyaratan untuk mencapai gelar Magister Manajemen pada Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro, Semarang.


Tesis ini tidak akan pernah selesai tanpa adanya dorongan, bantuan, bimbingan, kesempatan serta kerja sama yang baik dari semua pihak yang terlibat dalam penulisan. Oleh karena itu, pada kesempatan ini penulis ingin mengucapkan terima kasih disertai penghargaan yang setinggi-tingginya kepada :

1. Bapak Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo, selaku Direktur Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro, Semarang.
2. Bapak Prof. Dr. Miyasto, SU selaku dosen pembimbing utama yang telah banyak mencurahkan perhatian, tenaga dan dorongan kepada penulis. hingga selesainya tesis ini.
3. Bapak Drs. Mulyo Haryanto, Msi selaku dosen pembimbing anggota atas dorongan, bimbingan serta saran-sarannya yang sangat berharga bagi penulisan tesis ini.
4. Elisa Novianti Widjaja istriku , atas segala bantuan, motivasi dan dorongan yang tak pernah henti diberikan selama penulisan tesis ini.
5. Keluarga yang telah banyak memberikan dorongan dan semangat dalam menyelesaikan tesis ini.

Akhirnya, semoga Tuhan melimpahkan imbalan atas semua budi baik dari pihak-pihak diatas. Harapan penulis semoga tesis ini dapat membawa manfaat bagi para pembacanya dan dapat berguna bagi dunia ilmu pengetahuan. Segenap saran dan kritik yang bersifat membangun akan penulis terima dengan senang hati.

Semarang, 20 September 2002

Penulis,



Suwito

# DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul	i
Pernyataan Keaslian Tesis	ii
Halaman Pengesahan	iii
Abstract	iv
Abstraksi	v
Kata pengantar	vi
Daftar Tabel	viii
Daftar Gambar	ix
Daftar Lampiran	x
<b>BAB I. PENDAHULUAN</b>	
1.1. Latar Belakang Masalah .....	1
1.2. Perumusan Masalah.....	6
1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian .....	7
1.3.1. Tujuan Penelitian .....	7
1.3.2. Manfaat Penelitian .....	7
<b>BAB II. TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS</b>	
2.1. Telaah Pustaka .....	9
2.1.1. Konsep Economic Value Added.....	9
2.1.2. Manfaat EVA Bagi Perusahaan .....	12
2.1.3. Struktur Modal.....	13
2.1.4. Keunggulan EVA Dibandingkan Metode Tradisional.....	13
2.1.5. Kinerja Perusahaan.....	14
2.1.6. Hubungan antara Perubahan Struktur Modal dengan EVA...	15
2.1.7. Hubungan antara Perubahan Proporsi Hutang dengan EVA..	17
2.1.8. Hubungan antara Perubahan Proporsi Saham dengan EVA...	17
2.2. Penelitian Terdahulu.....	18
2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis.....	21
2.4. Hipotesis.....	22
2.5. Definisi Operasional Variabel.....	23
<b>BAB III. METODE PENELITIAN</b>	
3.1. Populasi dan Sampel .....	24
3.1.1. Populasi .....	24
3.1.2. Sampel .....	24
3.2. Jenis dan Sumber Data .....	25
3.2.1. Jenis data .....	25
3.2.2. Sumber data .....	25
3.2. Teknik Pengumpulan Data .....	25



3.3. Teknik Analisis Data.....	26
3.3.1. Penghitungan EVA .....	27
3.3.2. Analisis Hubungan Perubahan Proporsi Hutang dengan Perubahan EVA .....	32
3.3.3. Analisis Hubungan Perubahan Proporsi Saham dengan Perubahan EVA .....	33
 <b>BAB IV. GAMBARAN UMUM OBYEK PENELITIAN .....</b>	 34
 <b>BAB V. ANALISIS DAN PEMBAHASAN .....</b>	 37
5.1. Analisis Economic Value Added.....	37
5.2. Analisis Hubungan Perubahan Proporsi Hutang Perusahaan dengan Perubahan EVA .....	39
5.3. Analisis Hubungan Perubahan Proporsi Saham Perusahaan Dengan Perubahan EVA .....	42
 <b>BAB VI. KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN .....</b>	 44
6.1. Kesimpulan.....	44
6.2. Implikasi kebijakan.....	45

## DAFTAR TABEL

TABEL	Halaman
1.1. Indikator industri kertas di Indonesia .....	5
5.1. Nilai EVA perusahaan .....	37
5.2. Nilai korelasi, t uji dan t tabel .....	40
5.3. Nilai korelasi, t uji dan t tabel .....	42

## DAFTAR GAMBAR

GAMBAR	Halaman
2.3. Kerangka pemikiran teoritis .....	21

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran I	Daftar nama dan kode perusahaan
Lampiran II	Ringkasan laporan keuangan perusahaan
Lampiran III	Perhitungan EVA perusahaan
Lampiran IV	Perhitungan perubahan EVA perusahaan
Lampiran V	Perhitungan perubahan proporsi hutang
Lampiran VI	Perhitungan perubahan proporsi saham
Lampiran VII	Data tingkat suku bunga SBI
Lampiran VIII	Data indeks harga saham gabungan
Lampiran IX	Data market return
Lampiran X	Data perhitungan market return
Lampiran XI	Data perhitungan return individu
Lampiran XII	Regression Analysis
Lampiran XIII	Correlation Analysis

## BAB I

### PENDAHULUAN

#### 1.1. Latar Belakang Masalah

Pengukuran kinerja perusahaan merupakan faktor yang sangat penting bagi suatu perusahaan karena dengan pengukuran kinerja yang baik akan dapat memberikan gambaran yang baik dan jelas tentang keberhasilan suatu perusahaan. Dalam upaya untuk mengetahui kinerja perusahaan dengan tepat, banyak sekali teknik analisa kinerja yang telah dibuat dan dipakai oleh kalangan pemilik modal maupun para manager perusahaan. Bagi kalangan perusahaan sekuritas, investor, *fund manager*, dan pelaku pasar modal sebelum melakukan investasi tentunya akan melakukan perhitungan kinerja perusahaan baik berdasarkan aspek fundamental maupun teknikal.

Mengukur kinerja perusahaan secara obyektif hingga mampu menggambarkan kondisi riil cukup sulit. Berbagai model perhitungan untuk menilai perusahaan, terutama perusahaan publik, telah dilakukan sebagai upaya menghadirkan laporan keuangan perusahaan yang bermanfaat bagi kepentingan lembaga kreditor dan investor. Penelitian dari Mike Rousana (Usahawan, No 4, April 1997) menyatakan didorong oleh adanya ketidakpuasan atas lemahnya metode penilaian yang ada sekarang ini dan juga kelemahan-kelemahan yang lain yang disebabkan oleh mitos pasar serta ukuran ukuran akuntansi yang kadang-kadang menyesatkan, maka Stewart & Stern, analis keuangan dari Stern Stewart & Co of New York City mencetuskan konsep *Economic Value Added (EVA)*

*Economic Value Added* sangat bermanfaat untuk digunakan sebagai penilai kinerja perusahaan dimana fokus penilaian yang digunakan adalah pada penciptaan nilai (*value*) bagi perusahaan. Di Amerika Serikat semakin meluasnya penggunaan konsep ini terkait dengan semakin meningkatnya kesadaran para manager disana bahwa tugas mereka adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan serta meningkatkan nilai bagi para pemegang saham dan bukan untuk tujuan yang lain. Penilaian kinerja perusahaan dengan menggunakan pendekatan EVA menyebabkan perhatian dari manajemen perusahaan sesuai dengan kepentingan para *Shareholder*. Dengan pendekatan EVA para manager akan berpikir dan juga bertindak seperti halnya pemegang saham, yaitu memilih investasi yang akan memaksimalkan tingkat pengembalian dan meminimumkan tingkat biaya modal sehingga pada akhirnya nilai perusahaan dapat dimaksimumkan.

Dengan EVA manajemen dipaksa untuk mengetahui berapa "*The True Cost of Capital*" dari bisnisnya sehingga tingkat pengembalian bersih dari modal, hal yang sesungguhnya menjadi perhatian dari para investor, bisa diperlihatkan secara jelas dan berapa jumlah yang sebenarnya dari modal yang diinvestasikan ke dalam bisnis dengan tidak terpaku pada aturan-aturan akuntansi yang memperlakukan investasi seperti pada penelitian dan pengembangan, dan pelatihan karyawan, sebagai *expense*. Penerapan EVA sebagai tolok ukur kinerja perusahaan dianggap lebih obyektif dan bisa menjembatani kepentingan manajemen maupun investor. Perbedaan EVA dengan berbagai model atau metode pengukuran yang lain adalah bahwa EVA berangkat dari konsep biaya modal (*cost of capital*), yakni resiko yang dihadapi perusahaan dalam melakukan investasinya. Sesuai dengan hukum investasi,

makin tinggi tingkat resiko investasi makin tinggi pula *return* yang dituntut oleh investor (Siddharta Utama, 1997).

Jika model *Return on Investment* (ROI) dan *Return on Assets* (ROA) berhenti pada laba (*return*) yang diraih, maka EVA mengurangi laba dengan biaya modal. Sehingga, manajemen perusahaan dituntut mampu untuk memilih investasi dengan tingkat kembalian (*return expectation*) yang tertinggi dengan tingkat risiko yang terendah. Kondisi EVA yang positif mencerminkan tingkat kompensasi yang lebih tinggi ketimbang tingkat biaya modal. Ini berarti, manajemen mampu menciptakan peningkatan kekayaan (*create value*) bagi perusahaan/pemilik modal. Sebaliknya, EVA negatif menggambarkan adanya penurunan nilai kekayaan (*destroyed value*).

Makin positif nilai EVA, makin bagus pula kinerja perusahaan itu, artinya manajemen telah menjalankan tugasnya dengan baik. Tidak heran jika di Amerika Serikat kini kompensasi manajemen banyak dikaitkan dengan nilai EVA yang dicapainya. Semakin tinggi EVA semakin tinggi pula bonus, kenaikan gaji dan berbagai fasilitas lain yang didapat. Namun jika EVA sampai bernilai negatif, maka bonus dan fasilitas yang diperoleh juga akan turun. Metode EVA ini dipandang bisa membuat para manajer bertindak dari sudut pandang *shareholder* dan memudahkan tugas komisaris dalam melakukan *deal* dengan manajemen perusahaan.

Menurut Mike Rousana (Usahawan, No 4, April 1997), pada dasarnya terdapat tiga cara dimana *value* dapat diciptakan, yaitu :

*Rate of return* (tingkat pengembalian) dari modal yang ada bertambah, dimana laba operasi yang dihasilkan dapat meningkat tanpa memasukkan lebih banyak dana ke dalam perusahaan. Tambahan modal yang diinvestasikan lebih besar dari biaya

untuk mendapatkan tambahan modal tersebut. Modal dilikuidasi atau investasi lebih lanjut dihentikan jika tingkat pengembalian yang didapat tidak memadai.

Kekuatan lain dari konsep EVA adalah metode ini dapat mencakup ketiga kriteria penciptaan *value* diatas, hal ini lebih baik daripada beberapa metode analisis fundamental tradisional. Dengan metode EVA, manajemen dapat mengetahui berapa besar tingkat pengembalian bersih dari modal, hal yang sesungguhnya menjadi perhatian para investor, bisa diperlihatkan dengan jelas dan berapa jumlah sebenarnya dari modal yang telah diinvestasikan ke dalam bisnis dengan tidak terpaku hanya pada aturan - aturan akuntansi saja. Perusahaan yang pertama kali menggunakan model ini adalah Cola Cola. Sejak saat itu harga saham Coca Cola terus membubung dari US\$ 3 menjadi US\$ 42 (empat belas kali lipat).

Modal perusahaan adalah salah satu unsur yang terpenting dalam kegiatan usaha disamping sumber daya manusia dan unsur yang lain. Oleh karenanya perusahaan akan selalu melakukan perencanaan yang baik berkenaan dengan modal. Struktur modal yang terbaik adalah yang dapat memaksimumkan nilai perusahaan. Struktur modal perusahaan antara lain terdiri dari hutang jangka panjang dan modal sendiri. Kenaikan proporsi hutang di dalam struktur hutang akan mengakibatkan meningkatnya biaya hutang, yang pada akhirnya akan meningkatkan *cost of capital* sehingga pada akhirnya nanti akan mengakibatkan menurunnya EVA perusahaan.

Dari latar belakang inilah maka kinerja perusahaan akan dianalisis dengan metode EVA sekaligus untuk melihat lebih jauh bagaimana keterkaitan atau hubungan antara setiap komponen dalam struktur modal, baik itu hutang yang dipinjamkan oleh kreditur maupun saham yang ditanamkan oleh pemegang saham terhadap nilai tambah ekonomis dalam perusahaan (EVA). Apakah setiap perubahan



dalam EVA memiliki perilaku atau pola yang sama dengan perubahan yang terjadi pada komponen struktur modal (hutang dan saham) dan adakah keterkaitan antara keduanya. Krisis moneter yang melanda Indonesia saat ini telah mengakibatkan banyak sektor industri yang terpengaruh, salah satunya adalah industri kertas. Hal ini menyebabkan perlunya diadakan suatu penilaian kinerja terhadap perusahaan tersebut agar dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan bagi semua pihak yang berkepentingan dengan perusahaan tersebut. Perusahaan di industri ini sekitar 65 perusahaan, 11 perusahaan diantaranya terintegrasi dengan pabrik pulp, dan 6 diantaranya telah terdaftar dan diperdagangkan sahamnya di Bursa Efek Jakarta.. Besarnya tingkat kebutuhan dan konsumsi kertas di Indonesia dari tahun 1990- 2003 dapat dilihat pada tabel di bawah ini, dimana data untuk tahun 2002 dan 2003 masih berupa perkiraan.

**Tabel 1 : Indikator Industri Kertas di Indonesia, 1993 – 2003**

Tahun	Kapasitas (ton)	Produksi (ton)	Import (ton)	Export (ton)	Konsumsi (ton)	+/- (%)
1993	3.580.600	2.572.100	111.400	591.800	2.091.700	13.4
1994	3.882.350	3.045.000	171.300	826.200	2.390.100	14.3
1995	4.472.500	3.425.800	140.110	924.520	2.641.390	10.5
1996	5.595.280	4.120.490	197.700	1.198.220	3.119.970	18.1
1997	7.136.830	5.541.100	147.800	1.995.300	3.693.600	18.4
1998	10.271.600	7.933.200	169.100	3.749.900	4.352.400	17.8
1999	12.475.200	9.567.100	187.700	4.620.700	5.134.100	18.0
2000	12.805.200	10.592.100	220.300	5.313.805	5.498.595	7.1
2001	13.555.200	11.916.113	242.330	6.031.169	6.127.274	11.4
2002	14.305.200	13.548.620	266.563	6.785.065	7.030.118	14.7
2003	15.305.200	14.971.225	293.219	7.599.273	7.665.172	9.0

Sumber : APKI dan PDBI, 2001

Dari data di atas terlihat bahwa setiap tahun konsumsi kertas oleh masyarakat selalu meningkat, besar peningkatannya bervariasi tiap tahunnya, rata-rata sekitar 15 %. Hal ini menunjukkan bahwa peluang di sektor ini masih besar. Diharapkan nanti dengan adanya perbaikan indikator pengukuran kinerja perusahaan, maka peningkatan produksi yang diimbangi dengan peningkatan jumlah penjualan perusahaan dapat dilakukan oleh enam perusahaan yang sahamnya telah diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Diharapkan hal ini dapat menjadi pelopor bagi perusahaan lainnya dalam perbaikan indikator pengukuran kinerja perusahaan, sehingga para pengusaha dan investor di sektor ini dapat memanfaatkannya guna mengambil keputusan perusahaan.

## **1.2. Perumusan Masalah**

Kenaikan proporsi hutang di dalam struktur modal menyebabkan biaya hutang meningkat. Biaya hutang sesudah pajak yang lebih tinggi menyebabkan rata-rata tertimbang biaya modal juga meningkat. Sehingga untuk selanjutnya akan berakibat pada penurunan nilai EVA perusahaan. Untuk itu manajemen perusahaan perlu untuk memperhitungkan hal ini dalam setiap keputusan strategis perusahaan, sehingga mereka perlu tahu hubungan antara perubahan proporsi hutang jangka panjang terhadap perubahan nilai EVA.

Perubahan modal saham di dalam perusahaan akan berdampak pada biaya modal yang berubah-ubah pula. Dengan demikian setiap perubahan modal saham dalam perusahaan akan mengakibatkan perubahan pada nilai EVA. Karena itulah hubungan perubahan proporsi saham terhadap nilai EVA sangat penting untuk dijadikan salah satu pertimbangan bagi perusahaan.

Berdasarkan hal-hal tersebut di atas maka dapat dirumuskan permasalahan penelitian ini adalah :

Pertama, apakah ada hubungan antara perubahan dalam struktur modal dengan EVA perusahaan.

Kedua, bagaimanakah sifat dari hubungan tersebut, apakah searah atau bertolak belakang.

### **1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian**

#### **1.3.1. Tujuan Penelitian**

Dengan berdasarkan kepada permasalahan penelitian diatas maka dapat dirumuskan tujuan penelitian sebagai berikut :

- a. Untuk menganalisis keterkaitan antara perubahan struktur modal perusahaan dengan perubahan EVA.
- b. Untuk menganalisis arah hubungan antara perubahan struktur modal perusahaan dengan perubahan EVA.

#### **1.3.2. Manfaat Penelitian**

Penelitian yang dilakukan ini diharapkan akan dapat memberikan manfaat kepada pihak-pihak di bawah ini :

- a. Bagi manajemen perusahaan, untuk mengetahui kinerja perusahaannya dengan mempertimbangkan *cost of capital* atas investasi yang telah ditanamkan, dengan melihat hubungan ini diharapkan akan dapat membantu modal perusahaan dengan lebih rasional dan bijaksana.

- b. Bagi investor dalam menentukan dan memutuskan pilihan investasi yang akan dilakukan..
- c. Bagi dunia akademis, sebagai bahan masukan bagi penelitian-penelitian di waktu mendatang.

## BAB II

### TELAAH PUSTAKA

#### 2.1. Telaah Pustaka

##### 2.1.1. Konsep *Economic Value Added*

Cara perhitungan berdasarkan model EVA mulai muncul pada tahun 1993, yang dipopulerkan pertama kali oleh perusahaan konsultan manajemen dari Amerika Serikat, Stern Steward Management Services (SSMS). Konsep EVA merupakan pendekatan baru dalam menilai kinerja perusahaan dengan memperhatikan secara adil harapan atau keinginan para penyandang dana. Konsep EVA dapat berdiri sendiri tanpa perlu suatu analisa perbandingan dengan perusahaan yang sejenis ataupun membuat analisa trend, hal ini tidak seperti alat pengukur kinerja perusahaan yang konvensional (Gatot Widayanto, Usahawan No 12, Desember 1993).

*Economic Value Added* merupakan indikator tentang adanya penciptaan nilai dari suatu investasi. Hasil EVA yang positif menunjukkan perusahaan berhasil dalam menciptakan nilai bagi pemilik perusahaan, ini sejalan dengan tujuan memaksimumkan nilai perusahaan (Siddharta Utama, Usahawan No 04 April 1993). Penggunaan model EVA membuat perusahaan lebih memfokuskan perhatian ke upaya penciptaan nilai perusahaan (*creating a firm's value*), inilah salah satu keunggulan EVA. Pengertian nilai di sini bukan dalam arti yang sempit, ia bisa diartikan sebagai nilai guna, daya guna, maupun *benefits* yang dinikmati oleh *shareholders*. Dalam konsep *value chain* (rantai nilai), proses produksi dari *raw material* hingga *finishing product/service* akan bermuatan nilai (kualitas dan nilai tambah), karena perusahaan

memprioritaskan aspek mutu dalam proses produksinya. EVA menawarkan ukuran yang dinilai cukup obyektif. Model ini berangkat dari konsep *cost of capital* (biaya modal), yakni dengan jalan mengurangi laba dengan beban biaya modal. Beban biaya modal ini mencerminkan tingkat resiko perusahaan (Mike Rousana, *Usahawan* No 4, April 1997 ).

Secara singkat dapat dikatakan, perbedaan utama antara EVA dengan model lainnya seperti *Return On Investment* atau *Return On Assets* adalah EVA memperhatikan dan memperhitungkan biaya modal, sedangkan ROI & ROA tidak, sehingga sulit untuk mengetahui apakah suatu perusahaan telah menciptakan nilai atau tidak (Siddharta Utama, *Usahawan* No 04 April 1997). Besarnya biaya modal mencerminkan kompensasi atau *return* yang dituntut oleh investor atas modal yang ditanamkan di perusahaan. Besarnya *return* tergantung tingkat resiko perusahaan. Makin tinggi tingkat resiko investasi makin tinggi pula *return* yang dituntut oleh investor. Ini sesuai dengan prinsip investasi: *High Risk, High Return*.

Hasil perhitungan EVA yang positif mencerminkan tingkat *return* yang lebih tinggi dari tingkat biaya modal. Kondisi ini menandakan perusahaan mampu menciptakan nilai bagi para pemilik modal berupa peningkatan kekayaan. Oleh karena itu, beberapa langkah penting dalam menghitung EVA adalah berupa penghitungan *cost of debt*, *cost of equity*, struktur permodalan dan *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). Sedangkan untuk menentukan tingkat risiko digunakan perhitungan koefisien *Beta*.

Hasil penelitian di Amerika Serikat ternyata menunjang digunakannya EVA sebagai alat untuk menilai kinerja perusahaan. Lehn dan Makhija (1996) meneliti kaitan antara berbagai pengukur kinerja perusahaan seperti EVA, *Return on Assets*

(ROA) dan *Return on Investment* (ROI) dengan tingkat pengembalian saham (*stock return*) yang secara umum dianggap sebagai pengukur terbaik kinerja perusahaan. Mereka menemukan bahwa dibandingkan dengan pengukuran lainnya, EVA memiliki hubungan yang paling erat dengan tingkat pengembalian saham (*stock returns*). Penemuan mereka mendukung keefektifan EVA sebagai penilai kinerja perusahaan (Siddharta Utama, *Usahawan* No 04 April 1997).

Di samping menjadi alat untuk menghitung prestasi perusahaan, EVA dapat juga digunakan sebagai dasar untuk memberikan penghargaan bonus kepada personil yang bekerja dalam divisi yang menghasilkan EVA yang positif (Mizra, 1997). Merujuk pada suatu artikel dalam *Fortune* (1995), EVA sering dipergunakan oleh beberapa perusahaan-perusahaan besar seperti *Coca Cola*, *AT&T*, *Quaker Oats*, dan *Briggs & Stratton*. Metode ini dibuat untuk *financial discipline*, mendorong para manager untuk bertindak sebagai selayaknya pemilik perusahaan, dan yang terpenting adalah menambah keuntungan bagi para pemegang saham (Stewart III, 1995).

Suatu survei yang dilakukan oleh *Manufacture Alliance* menemukan bahwa EVA sebagai ukuran prestasi paling sering dipergunakan dalam bisnis-bisnis di Amerika. Kebanyakan responden (semuanya adalah eksekutif senior perusahaan) menganggap bahwa dengan menggunakan EVA, suatu perusahaan akan menempatkan perhatian yang lebih besar pada penciptaan nilai perusahaan. Model EVA sudah sejak lama digunakan oleh beberapa perusahaan multinational seperti *Coca Cola*, *AT & T*, *Quaker Oats*, dll untuk menentukan rencana strategis perusahaan. Kelebihan lain dari EVA adalah model ini dapat berdiri sendiri tanpa harus ada ukuran atau angka lain sebagai pembanding atau analisis trend untuk menilai kinerja perusahaan. Dengan ukuran ini, tujuan memuaskan *shareholders* pada tingkat minimal bisa dilakukan.

Sebagai alat pengukur kinerja keuangan perusahaan, pengertian EVA didasarkan pada konsep bahwa dalam pengukuran laba perusahaan kita harus mempertimbangkan pula harapan setiap penyedia dana (kreditur dan pemegang saham). Menurut Stewart & Stern (1993), nilai EVA adalah laba operasi setelah pajak (*Net Profit After Tax*) dikurangi dengan total biaya modal (*Total Cost of Capital*).

### 2.1.2. Manfaat EVA bagi perusahaan

Salah satu kelebihan EVA adalah kemampuannya menunjukkan penciptaan nilai bagi *shareholders* yang tidak mampu diberikan oleh model yang lain. Penilaian kinerja dengan model ini menyadarkan para eksekutif perusahaan untuk menyesuaikan kepentingan perusahaan dengan kepentingan *shareholders*.

Mereka akan berpikir dan bertindak seperti yang dilakukan para *shareholders*, yakni memilih investasi yang mampu memaksimalkan tingkat *return* dan meminimalkan *cost of capital*, sehingga nilai perusahaan dapat dimaksimalkan. Dengan menggunakan model EVA investor akan dapat menentukan pilihan investasinya dengan tingkat *return expectation* yang tertinggi dengan tingkat resiko yang terendah.

Manfaat bagi perusahaan, model EVA akan mengingatkan eksekutif perusahaan agar lebih memperhatikan kebijakan struktur modalnya agar lebih sehat dan likuid. Sebab, perusahaan diharapkan akan mampu memenuhi tuntutan solvabilitas, rentabilitas dan likuiditasnya. Dengan kebijakan struktur modal, eksekutif perusahaan akan mampu pula menyusun arus kas dengan lebih akurat.

Secara prinsip akuntansi, perhitungan dengan model EVA memiliki keunggulan dibandingkan dengan model lainnya. Tetapi model ini lebih sulit diterapkan, karena



memerlukan perhitungan atas biaya modal yang kompleks. Bagi perusahaan yang *listed* di pasar modal mungkin akan lebih mudah menghitungnya, namun bagi perusahaan yang belum *go public* sulit untuk diterapkan.

### 2.1.3. Struktur Modal

Struktur modal adalah pembelanjaan permanen dimana mencerminkan perimbangan atau perbandingan antara hutang jangka panjang dengan seluruh modal perusahaan (Wasis, 1991: 88 - 89). Walaupun istilah modal dalam kaitannya dengan pembelanjaan perusahaan menunjuk kepada sumber yang digunakan oleh perusahaan, namun dalam struktur modal hanya menyangkut pembelanjaan jangka panjang. Hutang jangka panjang adalah pinjaman dari pihak ketiga yang jangka waktunya lebih dari 10 tahun. Adapun jenis atau bentuk utama dari hutang jangka panjang antara lain: pinjaman obligasi dan pinjaman hipotik. Modal sendiri di dalam suatu perusahaan berbentuk perseroan terbatas, terdiri dari modal saham, cadangan dan laba ditahan.

### 2.1.4. Keunggulan EVA dibanding metode tradisional.

Menurut Farida P. Kiryanto ( Kompas, 1997 ) secara terperinci keunggulan metode EVA dibandingkan dengan metode lain yang tradisional , adalah :

- a. Model ini dapat berdiri sendiri tanpa harus ada ukuran atau angka lain sebagai pembanding atau analisis trend untuk menilai kinerja perusahaan. Dengan ukuran ini, tujuan memuaskan *shareholders* pada tingkat minimal bisa dilakukan.
- b. Dengan menggunakan model EVA investor akan dapat menentukan pilihan investasinya dengan tingkat *return expectation* yang tertinggi dengan tingkat resiko

terendah. Investor dapat menentukan pilihan investasinya, apakah di pasar modal, perbankan, emas, tanah atau valuta asing.

- c. EVA memiliki kemampuan menunjukkan penciptaan nilai bagi *shareholders* yang tidak mampu diberikan oleh model yang lain. Penilaian kinerja dengan model ini menyadarkan para eksekutif perusahaan untuk menyesuaikan kepentingan perusahaan dengan kepentingan para pemegang saham .
- d. EVA berangkat dari konsep biaya modal (*cost of capital*), yakni resiko yang dihadapi perusahaan dalam melakukan investasinya. Sesuai dengan hukum investasi, makin tinggi tingkat resiko investasi makin tinggi pula *return* yang dituntut oleh investor. Jika model *Return on Investment / Return on Equity* berhenti pada laba (*return*) yang diraih, EVA mengurangi laba dengan biaya modal. Sehingga, manajemen perusahaan dituntut mampu untuk memilih investasi dengan tingkat kembalian (*return expectation* ) yang tertinggi dengan tingkat resiko yang terendah.
- e. Penggunaan model EVA membuat perusahaan lebih memfokuskan perhatian ke upaya penciptaan nilai perusahaan (*creating a firm's value*).

#### 2.1.5. Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan adalah suatu tampilan keadaan atau tampilan secara utuh atas perusahaan selama periode waktu tertentu. Saat ini banyak sekali alat pengukur kinerja perusahaan seperti ROA, ROE, ROI dan juga EVA. Masing-masing metode pengukuran kinerja perusahaan memiliki keunggulan dan kelemahan sendiri-sendiri. Indikator-indikator dari kinerja perusahaan antara lain tingkat keuntungan perusahaan, tingkat pengembalian modal perusahaan, besarnya kenaikan harga saham dll.

Pengukuran kinerja dalam penelitian ini akan lebih terfokus pada kinerja keuangan dari perusahaan. Kinerja keuangan dapat diketahui dengan cara mempelajari laporan keuangan perusahaan. Pemodal atau investor yang baik tentu akan melakukan penilaian kinerja perusahaan sebelum melakukan investasi pada suatu perusahaan atau saham. Investor akan bersedia menanamkan modal pada perusahaan yang memiliki kinerja yang baik sehingga besarnya investasi yang ditanamkan tidaklah sia-sia. Untuk perusahaan yang telah *go public* informasi atas kondisi perusahaan dapat dengan mudah diperoleh di pasar modal

Menurut Teguh Poeradisastra ( SWA, 4 November 2002 ) EVA merupakan pengukuran total faktor kinerja karena sudah memasukkan semua unsur dalam laporan labar/rugi dan neraca perusahaan. Pada pendekatan tradisional, biasanya perusahaan fokus pada salah satu ukuran pertumbuhan seperti pertumbuhan pendapatan atau rasio tingkat kembalian. Keduanya beresiko. Berfokus pada pertumbuhan besar semata tanpa tingkat kembalian yang lebih tinggi dari biaya modal akan menghancurkan nilai perusahaan. Sebaliknya, untuk menggemukkan ROA/ROI manajemen perusahaan cenderung menekan aset dan mengerem investasi, sehingga akibatnya banyak peluang investasi yang akan terbuang sia-sia. Pengukuran kinerja perusahaan dengan metode EVA adalah merupakan perpaduan dari dua metode itu, sehingga pengukuran dengan metode ini diharapkan dapat lebih mencerminkan nilai perusahaan yang sebenarnya.

#### **2.1.6. Hubungan antara perubahan struktur modal dengan EVA**

Dalam memenuhi kebutuhan dana sebagai sumber pembelanjaannya, perusahaan seringkali mempergunakan modal asing (Riyanto: 1994). Bagi perusahaan

modal sendiri dapat berasal dari saham, cadangan, laba ditahan. Adapun jenis-jenis saham adalah :

a. Saham biasa

Pemegang saham biasa akan mendapat deviden pada akhir tahun pembukuan kalau perusahaan mengalami keuntungan. Bila perusahaan mengalami kerugian maka pemegang saham tidak akan mendapatkan deviden tersebut.

b. Saham preferen

Pemegang saham preferen mempunyai beberapa preferensi tertentu diatas pemegang saham biasa , terutama dalam hal pembagian deviden.

c. Saham preferen kumulatif

Saham jenis ini pada dasarnya sama dengan saham preferen. Perbedaannya terletak pada adanya hak kumulatif pada pemegang saham kumulatif. Dengan demikian pemegang saham jenis ini apabila tidak menerima deviden selama beberapa waktu karena jumlah laba yang tidak memungkinkan atau karena adanya kerugian pada perusahaan, di kemudian hari bila perusahaan memperoleh keuntungan kembali maka pemegang saham jenis ini berhak untuk menuntut deviden yang tidak dibayar di waktu-waktu yang lalu.

Sedangkan pembelanjaan dari modal asing diperoleh dalam bentuk hutang atau pinjaman pada pihak ketiga. Berdasarkan pada jangka waktunya, modal asing dapat dibagi dalam dua jenis. Pertama, pinjaman atau hutang jangka pendek dan kedua adalah hutang jangka panjang (Wasis, 1983 : 122).

Struktur modal dalam tesis ini akan dibatasi hanya dengan melihat pada modal sendiri yang berupa saham biasa dan modal asing yang berupa hutang jangka panjang. Untuk dapat menunjukkan hubungan antara perubahan struktur modal dengan nilai EVA perusahaan, dapat dijelaskan dengan melihat setiap perubahan yang terjadi pada komponen hutang dan saham di dalam struktur modal perusahaan.

#### **2.1.7. Hubungan antara perubahan proporsi hutang dengan EVA**

Hutang jangka panjang merupakan pinjaman yang jangka waktu pengembaliannya lebih dari satu tahun atau lebih. Hutang ini biasanya digunakan untuk pembelanjaan jangka panjang perusahaan, misalnya: untuk membiayai pembangunan pabrik baru. Mengenai instrumen hutang jangka panjang, Shim & Siegel (1992) menyebutkan bahwa terdapat dua jenis instrumen, yaitu hipotek dan obligasi, keduanya dapat ditemui di pasar modal.

Kenaikan proporsi hutang di dalam struktur modal menyebabkan biaya hutang (*cost of debt*) meningkat. Biaya hutang yang lebih tinggi mengakibatkan rata-rata tertimbang biaya modal meningkat. Selanjutnya hal ini akan berakibat pada penurunan nilai EVA perusahaan. Kondisi sebaliknya akan terjadi dimana proporsi hutang di dalam struktur modal berkurang mengakibatkan nilai EVA perusahaan akan naik.

#### **2.1.8. Hubungan antara perubahan proporsi saham dengan EVA**

Modal sendiri yang digunakan sebagai sumber pembelanjaan perusahaan juga akan menimbulkan biaya bagi perusahaan. Biaya ini merupakan imbalan bagi pemilik modal atau investor yang harus dibayar oleh perusahaan atas penggunaan modal tersebut. Penggunaan modal oleh perusahaan ini akan menghasilkan pendapatan atau

tingkat *return* tertentu bagi perusahaan. *Return* yang dihasilkan oleh perusahaan ini minimal sama dengan tingkat imbalan yang diharapkan oleh pemilik modal atau investor. Bila *return* yang diperoleh perusahaan lebih kecil dari tingkat *return* yang diharapkan oleh investor, hal ini akan menurunkan nilai perusahaan, yang akan tercermin dari nilai EVA perusahaan yang semakin menurun. Penurunan atau kenaikan dapat dilihat dalam EVA karena dalam perhitungannya EVA sudah memasukkan biaya modal dan juga menghitung tingkat ekspektasi para penyedia dana.

Perubahan modal saham di dalam perusahaan akan berdampak pada biaya modal yang berubah-ubah pula. Dalam EVA kita menghitung biaya modal saham sehingga jika terjadi perubahan modal saham akan terjadi pula perubahan biaya modal dan pada akhirnya akan berpengaruh pada perubahan EVA.

## **2.2. PENELITIAN TERDAHULU**

Penelitian tentang EVA oleh Lehn & Makhija (1996), keduanya profesor di Katz Graduate School of Bussiness Administration, University of Pitsburg, Amerika Serikat menganalisis tentang kaitan antara berbagai pengukur kinerja seperti EVA, ROA dan ROI dengan tingkat pengembalian saham (*stock return*) yang secara umum dianggap sebagai pengukur terbaik dari kinerja perusahaan. Penelitian itu melibatkan 241 perusahaan selama kurun waktu 1987 – 1993. Hasil yang didapat dari penelitian ini menyatakan bahwa EVA berkorelasi positif dengan tingkat pengembalian saham dan dibandingkan dengan pengukuran kinerja yang lain, EVA memiliki tingkat korelasi yang paling kuat dengan tingkat pengembalian saham.

Stephen F. O'Byrne (1996) mengemukakan, dari hasil penelitian yang dilakukannya di New York Stock Exchange, perubahan EVA dalam waktu lima tahun menjelaskan perubahan nilai pasar sebesar 74 % . Sementara perubahan dalam earning pada periode yang sama hanya menjelaskan sebesar 24 % dan 64 %. Dalam penelitian yang dilakukan di Bursa Efek Jakarta oleh Mike Rousana (1997) memberikan kesimpulan bahwa EVA independen terhadap *Market Value Added* (MVA) atau tidak terdapat hubungan antara EVA dengan MVA, antara perubahan EVA dengan perubahan MVA tidak terdapat hubungan yang signifikan. Tiadanya keterkaitan itu mungkin dikarenakan adanya faktor-faktor (misalnya: *insider informatio* ) yang menyebabkan harga saham yang terbentuk di pasar modal (darimana MVA dihitung) tidak mencerminkan seluruh informasi yang ada (sebagian pelaku mendapatkan *abnormal return* sementara yang lain tidak).

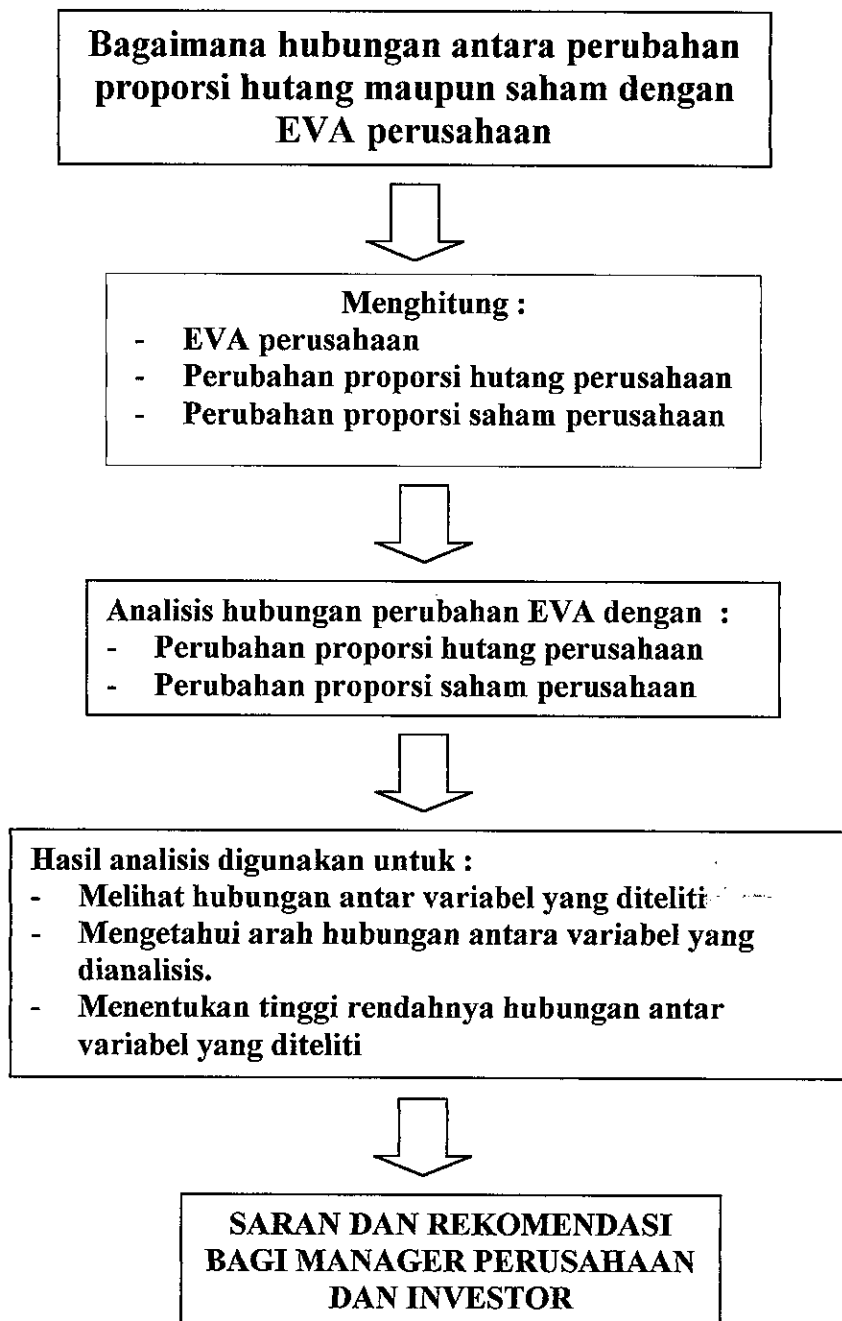
Kenaikan atau penurunan persentase kepemilikan saham memiliki korelasi dengan kenaikan atau penurunan nilai EVA (Mike Rousana, 1997). Pada umumnya yang menggunakan analisis ini adalah para investor dari luar negeri, sehingga dengan demikian para investor dalam negeri dapat mengikutinya. Kenaikan proporsi hutang di dalam struktur modal menyebabkan biaya hutang meningkat. Biaya hutang yang lebih tinggi menyebabkan rata-rata tertimbang biaya modal juga meningkat. Sehingga untuk selanjutnya akan berakibat pada penurunan nilai EVA perusahaan. Perubahan modal saham di dalam perusahaan akan berdampak pada biaya modal yang berubah-ubah pula. Dengan demikian setiap perubahan modal saham dalam perusahaan akan mengakibatkan perubahan pada nilai EVA.

Penelitian ini juga menyimpulkan bahwa semakin besar nilai EVA, makin bertambah proporsi hutang dalam pembelanjaan perusahaan dan sebaliknya. Hal ini

bertentangan dengan prinsip pembelanjaan perusahaan dalam EVA. EVA justru menganjurkan suatu *permanent debt financing*, bahkan dalam rekomendasinya terhadap suatu perusahaan yang lebih banyak didanai dengan ekuitas, Stern & Stewart menganjurkan untuk dilakukan *Debt Equity Swap*, membeli kembali saham dari pasar modal dengan didanai oleh hutang (Dennis Sotter, 1996). Selama ini belum dirasakan adanya suatu metode penilaian kinerja perusahaan yang secara akurat dan komprehensif dapat memberikan penilaian secara wajar atas kondisi suatu perusahaan. EVA merupakan salah satu alat pengukur kinerja perusahaan yang dicetuskan pertama kali oleh George Bennet Stewart dan Joel M Stern sebagai jawaban terhadap metode penilaian perusahaan yang lebih baik. Selain sebagai alat unjuk nilai perusahaan, EVA dapat pula dipergunakan sebagai dasar pemberian bonus kepada karyawan dan staf dari divisi - divisi yang dapat memberikan EVA positif (Teuku Mirza, 1997 : 68).



### 2.3. KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS :



## **2.4. Hipotesis**

### **2.4.1. Hubungan antara perubahan proporsi hutang terhadap perubahan nilai EVA**

Salah satu tujuan dari analisa ini adalah untuk menganalisis apakah terdapat korelasi yang signifikan antara nilai EVA dengan proporsi hutang. Untuk itulah maka disusun hipotesis, sebagai berikut :

Ho : Tidak ada hubungan antara perubahan proporsi hutang dengan perubahan nilai EVA.

Ha : Ada hubungan antara perubahan proporsi hutang dengan perubahan nilai EVA.

### **2.4.2. Hubungan antara perubahan proporsi saham dengan nilai EVA.**

Salah satu tujuan dari analisa ini adalah untuk menganalisis apakah terdapat korelasi yang signifikan antara nilai EVA dengan proporsi saham perusahaan. Untuk itulah maka disusun hipotesis, sebagai berikut :

Ho : Tidak ada hubungan antara perubahan proporsi saham dengan perubahan nilai EVA.

Ha : Ada hubungan antara perubahan proporsi saham dengan perubahan nilai EVA.

## 2.5. Definisi operasional variabel

- a. Variabel pertama dalam penelitian ini adalah *Economic Value Added* (EVA), yang akan diukur dalam skala ratio karena data yang dibutuhkan adalah data kuantitatif, berupa laporan neraca dan rugi laba. Beberapa indikator untuk mengukur biaya modal saham dalam EVA juga memerlukan data kuantitatif karena dalam proses penghitungannya menggunakan pendekatan pendekatan CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), data-data tersebut antara lain tingkat suku bunga investasi tanpa resiko (rf), data Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) untuk menghitung tingkat suku bunga investasi rata-rata dari keseluruhan pasar (rm). Kemudian data harga pasar saham perusahaan juga diperlukan untuk menghitung faktor resiko (beta) yang berlaku spesifik untuk perusahaan-perusahaan tertentu.
- b. Proporsi kepemilikan saham oleh investor asing akan diukur pada skala ratio, karena memuat indikator yang bersifat kuantitatif, seperti: jumlah kepemilikan saham oleh investor asing dan juga jumlah saham perusahaan yang tercatat di bursa.
- c. Struktur modal perusahaan diukur juga pada skala ratio, karena data-data yang dibutuhkan berupa persentase perubahan jumlah hutang dan saham yang tercermin dalam neraca suatu perusahaan.

## **BAB III**

### **METODE PENELITIAN**

#### **3.1. Populasi dan Sampel**

##### **3.1.1. Populasi**

Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan pada industri kertas yang sudah go public dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta . Jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria ini sebanyak enam perusahaan, yaitu :

- a. PT. Fajar Surya Wisesa , Tbk
- b. PT. Indah Kiat Pulp & Paper Corporation, Tbk
- c. PT. Inti Indorayon Utama, Tbk
- d. PT. Pabrik Kertas Tjiwi Kimia, Tbk
- e. PT. Suparma, Tbk
- f. PT. Surabaya Agung Industri Pulp & Kertas, Tbk.

##### **3.1.2. Sampel**

Karena jumlah populasinya tidak banyak maka semua populasi diambil sebagai sampel penelitian, sehingga dalam penelitian ini populasi dan sampel penelitian adalah sama.

### 3.2. Jenis dan Sumber Data

#### 3.2.1. Jenis Data

Dalam penelitian ini data yang dipergunakan adalah data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan tahun 1994 - 2000 yang sudah dipublikasikan, yang berupa :

- a. Neraca yang sudah dipublikasikan periode 1994 - 2000.
- b. Laporan rugi laba perusahaan yang sudah dipublikasikan periode 1994 - 2000.
- c. IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) periode 1994 - 2000.
- d. Tingkat suku bunga tanpa risiko. Data pada tingkat bunga bebas resiko didasarkan pada tingkat bunga Sertifikat Bank Indonesia periode 1994 - 2000 diperoleh dari Jurnal Pasar Modal Indonesia. Tingkat bunga pada Sertifikat Bank Indonesia telah diseleksi sebagai wakil untuk tingkat bunga bebas resiko, karena Sertifikat Bank Indonesia adalah instrumen hutang yang dipungungi oleh pemerintah Indonesia yang mempertimbangkan kegagalan yang aman dan bebas risiko.
- e. Harga saham perusahaan yang menjadi obyek penelitian periode 1994 - 2000.
- f. Data yang diteliti adalah data semua perusahaan pada industri kertas yang terdaftar di BEJ sebanyak enam perusahaan.

Data-data diatas digunakan untuk menghitung nilai EVA pada masing-masing perusahaan.

### 3.2.2. Sumber Data

Sumber data dalam penelitian ini berasal dari Indonesian Capital Market Directory tahun 1994 – 2000 di Pusat Informasi Pasar Modal (PIPM) Jawa Tengah dan Pojok BEJ di Universitas Diponegoro Semarang.

### 3.3. TEKNIK PENGUMPULAN DATA

Teknik pengumpulan data yang dipergunakan dalam penelitian ini dilakukan dengan cara studi pustaka untuk perusahaan yang menjadi obyek penelitian, yaitu perusahaan di industri kertas yang sudah *go public* di BEJ.

### 3.4. TEKNIK ANALISIS DATA

Teknik analisis yang akan dipakai dalam penelitian ini adalah dengan memakai teknik analisa statistika korelasi Pearson (*moment product correlation*). Untuk itu langkah-langkah yang akan dilakukan dapat dijelaskan sebagai berikut :

Sebelum menganalisis hubungan antara nilai EVA perusahaan dengan perubahan persentase kepemilikan saham dan perubahan struktur modal, langkah pertama yang harus dilakukan adalah menghitung nilai EVA masing-masing perusahaan tiap tahun. Dari hasil nilai EVA yang didapat akan dapat terlihat apa arti dari nilai EVA tersebut. Jika nilai EVA perusahaan  $> 0$  maka berarti telah terjadi proses nilai tambah pada perusahaan. Sebaliknya, jika nilai EVA perusahaan  $< 0$  maka berarti tidak terjadi proses nilai tambah ekonomis pada perusahaan.

Data yang digunakan untuk menghitung nilai EVA adalah jumlah biaya modal hutang (*cost of debt*), beban bunga, kewajiban bunga, jumlah pajak, biaya modal saham (*cost of equity*), tingkat bunga bebas resiko, tingkat bunga investasi rata-rata

dari keseluruhan pasar, faktor resiko (beta) untuk masing-masing perusahaan tiap tahun, return saham individu ( $r_i$ ), *market return* ( $r_m$ ), Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) tiap bulan, komposisi modal hutang, komposisi modal saham dan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC).

Langkah selanjutnya adalah menghitung struktur permodalan perusahaan dan juga persentase kepemilikan saham oleh investor asing guna menganalisis hubungan antara kedua hal tersebut dengan nilai EVA perusahaan sesuai dengan tujuan dan permasalahan penelitian yang sudah diungkapkan dimuka. Kemudian, untuk menjawab persoalan penelitian yang pertama dilakukan analisis hubungan antara perubahan nilai EVA dengan persentase kepemilikan saham oleh investor asing. Analisis dilakukan dengan menggunakan test statistik korelasi Pearson untuk seluruh periode penelitian.

Guna menjawab persoalan penelitian yang kedua, dilakukan analisis korelasi perubahan proporsi hutang perusahaan terhadap perubahan EVA, dihitung dengan menggunakan test statistik korelasi Pearson. Analisis korelasi perubahan proporsi hutang saham perusahaan terhadap perubahan EVA juga dihitung dengan menggunakan test statistik korelasi Pearson. Analisis ini dipergunakan untuk menjawab persoalan penelitian yang ketiga.

Secara rinci langkah-langkah tersebut dapat diuraikan seperti dibawah ini :

#### **3.4.1. Penghitungan EVA**

Menghitung nilai EVA masing-masing perusahaan, dengan rumus :

$$EVA = \text{Laba sebelum bunga \& pajak} - \text{Pajak} - \text{Biaya Modal} \quad (1)$$

Langkah – langkah penghitungan EVA (Widayanto, 1993), adalah sebagai berikut :

a. Menghitung Biaya Modal Hutang / *Cost of Debt* (  $k_D$  ).

Biaya hutang menunjukkan berapa biaya yang harus ditanggung oleh perusahaan, karena perusahaan menggunakan dana yang berasal dari pinjaman.

$$k_D = I \times (1 - t) \quad (2)$$

Keterangan :

$k_D$  : biaya modal hutang  
 $I$  : kewajiban Bunga  
 $t$  : tingkat pajak

Hutang yang mengeluarkan beban bunga dalam perusahaan adalah hutang bank, hutang wesel impor dan hutang jangka panjang.

Karena pembayaran bunga mengurangi pendapatan kena pajak, maka biaya modal hutang harus dikoreksi dengan faktor (  $1 - t$  ), dimana  $t$  adalah tingkat pajak yang dikenakan.

b. Menghitung Biaya Modal Saham / *Cost of Equity* (  $k_E$  )

Biaya modal saham dihitung dengan menggunakan pendekatan CAPM (*Capital Asset Pricing Model* ), yaitu :

$$k_E = r_f + \beta (r_m - r_f) \quad (3)$$

Keterangan:

$r_f$  : tingkat suku bunga investasi yang dapat diperoleh tanpa resiko  
 ( tingkat suku bunga SBI )  
 $r_m$  : tingkat suku bunga investasi rata – rata dari keseluruhan pasar  
 $\beta$  : faktor resiko ( beta ) yang berlaku spesifik untuk masing-masing perusahaan.



Untuk itu perlu dilakukan proses penghitungan dengan langkah-langkah, sebagai berikut :

1. Menghitung *individual return* (  $r_i$  ) dan *market return* (  $r_m$  )

$$r_{it} = \frac{D_{i,t}}{P_{i,t-1}} + \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \quad (4)$$

Keterangan :

- $P_{i,t}$  : *closing share price* di bulan ke t untuk perusahaan ke i  
 $P_{i,t-1}$  : *closing share price* di bulan ke t-1 untuk perusahaan ke i  
 $D_{i,t}$  : Dividen di bulan ke t untuk perusahaan ke i

Sedangkan untuk *market return* dapat dihitung dengan rumus :

$$r_{mt} = \frac{(IHS\ G\ t - IHS\ G\ t-1)}{IHS\ G\ t-1} \quad (5)$$

Keterangan :

- $r_{mt}$  : *market return* untuk minggu ke t  
 $IHS\ G\ t$  : indeks harga saham gabungan pada periode t  
 $IHS\ G\ t-1$  : indeks harga saham gabungan pada periode t-1

2. Memperkirakan koefisien Beta

Koefisien beta menunjukkan tingkat sensitivitas suatu saham terhadap kondisi pasar secara umum. Koefisien beta ditentukan dengan cara membandingkan tingkat resiko yang dimiliki oleh suatu saham terhadap tingkat resiko dari seluruh saham. Resiko tersebut dicerminkan oleh fluktuasi harga saham bersangkutan dan harga pasar

rata-rata dari seluruh saham yang tercatat di pasar modal. Dalam penelitian ini penghitungan beta perusahaan dilakukan setiap bulan selama periode waktu tujuh tahun dari tahun 1994 sampai dengan tahun 2000.

Menghitung beta merupakan proses yang menggambarkan hubungan linier antara rate of return dari saham individu pada periode  $t$  dengan *market return* pada periode  $t$ .

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{mt} + e_{it} \quad (6)$$

Untuk nilai beta saham individu akan dihitung setiap bulan selama 7 tahun pada periode tahun 1994 – 2000 dengan cara , sebagai berikut :

$$\beta = \frac{[ \sum (r_{it} - R_{jt})(r_{mt} - R_{jt}) ]}{[ \sum (r_{mt} - r_{jt})^2 ]} \quad (7)$$

Rumus lain yang lebih mudah adalah :

$$\beta = \frac{\sigma_{Im}}{\sigma_{M2}} \quad (8)$$

Perhitungan dilakukan dengan menggunakan SPSS, yaitu dengan meregresikan *return* saham per bulan terhadap return market per bulan selama 1 tahun. Nilai koefisien beta dari hasil proses SPSS menjadi nilai beta saham individu.

#### c .Menghitung Struktur Modal

Langkah berikutnya adalah menghitung struktur modal perusahaan dilakukan dengan cara :

1. Menentukan jumlah modal hutang perusahaan.
2. Menentukan jumlah modal saham perusahaan.
3. Menjumlahkan modal hutang perusahaan dengan modal sahamnya.
4. Menghitung komposisi modal hutang , dengan rumus :

$$KMH = \frac{D \times 100 \%}{D + kD} \quad (9)$$

Keterangan :

KMH : komposisi modal hutang  
 D : jumlah hutang yang mengeluarkan beban bunga  
 kD : modal hutang

5. Menghitung komposisi modal saham dengan rumus :

$$KMS = \frac{kE \times 100\%}{D + kE} \quad (10)$$

Keterangan :

KMS : komposisi modal saham  
 D : jumlah hutang yang mengeluarkan beban bunga  
 kE : modal saham

- d. Menghitung Biaya Modal Rata-rata Tertimbang (WACC)

Biaya modal yang harus diperhitungkan oleh perusahaan adalah tingkat biaya modal perusahaan secara keseluruhan. Karena biaya dari sumber-sumber dana itu berbeda-beda, maka untuk menempatkan biaya modal secara total (keseluruhan) perlu dihitung *weight average* dari berbagai sumber dana tersebut .

WACC dapat dihitung dengan rumus :

$$WACC = (KMH \times kD) + (KMS \times kE) \quad (11)$$

Keterangan :

WACC	:	<i>working average cost of capital</i> (biaya modal rata-rata tertimbang )
KMH	:	komposisi modal hutang
KMS	:	komposisi modal saham
kD	:	modal hutang
kE	:	modal saham

e. Menghitung nilai EVA.

### 3.4.2. Analisis Hubungan Proporsi Hutang Perusahaan dengan Perubahan EVA

Untuk menjawab persoalan penelitian yang pertama dilakukan analisis hubungan antara perubahan hutang perusahaan dengan perubahan EVA perusahaan.

Analisis dilakukan dengan menggunakan test statistik korelasi Pearson untuk seluruh periode penelitian.

Untuk koefisien korelasi dihitung dengan rumus :

$$R(x,y) = \frac{n \sum XY - (\sum X)(\sum Y)}{\sqrt{n \sum X^2 - (\sum X)^2} \sqrt{n \sum Y^2 - (\sum Y)^2}} \quad (12)$$

Keterangan :

r	:	koefisien korelasi
X	:	nilai variabel X
Y	:	nilai variabel Y
n	:	banyaknya data

Nilai r dapat bervariasi dari -1 melalui 0 hingga +1. Bila r = 0 atau mendekati 0 maka hubungan antara dua variabel sangat lemah atau tidak terdapat hubungan sama

sekali. Bila nilai  $r = +1$  atau mendekati  $+1$  maka hubungan antara kedua variabel dikatakan positif dan sangat kuat. Jika nilai  $r = -1$  atau mendekati  $-1$  maka korelasinya dikatakan sangat kuat dan negatif.

Untuk memutuskan apakah  $H_a$  atau  $H_o$  diterima maka digunakan uji  $t$  dimana :

$$t = \frac{Z}{\sigma_Z} \quad (13)$$

Pengujian dilakukan dengan uji 2 arah dengan tingkat signifikansi 0,1. Menurut Sugiyono (1999) keputusan  $H_o$  diterima apabila :  $-t(\alpha/2) < t_{uji} < +t(\alpha/2)$ .

### **3.4.3 Analisis Hubungan Perubahan Proporsi Saham Perusahaan dengan Perubahan EVA**

Analisis korelasi perubahan proporsi hutang saham perusahaan terhadap perubahan EVA juga dihitung dengan menggunakan test statistik korelasi Pearson. Analisis ini dipergunakan untuk menjawab persoalan penelitian yang ketiga.

## BAB IV

### GAMBARAN UMUM OBYEK PENELITIAN

Obyek penelitian dalam penulisan tesis ini adalah ini adalah perusahaan-perusahaan pada industri kertas yang sudah *Go Public* di Bursa Efek Jakarta.

Sesuai dengan pengelompokan pada Indonesian Capital Market Directory 2000 terdiri dari enam perusahaan, yaitu :

#### 1. PT. Fajar Surya Wisesa Tbk.

Head Office	Jl. Kampung Gardu Sawah RT 001/1-1 , Desa Kalijaya , Cibitung Bekasi 17520
Bidang usaha	Pulp & paper
Status perusahaan	PMDN
Tahun pendirian perusahaan	1987
First Issue	19 Desember 1994
Pemegang saham	PT. Intercipta Sempana 52,40 % PT. Intratata Usaha Mandiri 17,50 % PT. Garama Dhananjaya 5,80 % PT. Tatacita Swadaya Abadi 2,00 % Publik 22,30 %

#### 2. PT. Indah Kiat Pulp & Paper Corporation.

Head Office	Wisma Indah Kiat, Gedung B, Lantai 2 Jl. Raya Serpong KM. 8 Tangerang 15325, Jawa Barat
Bidang usaha	Pulp & paper
Status perusahaan	PMDN
Tahun pendirian perusahaan	1976
First Issue	16 Juli 1990
Pemegang saham	PT. Purinusa Ekapersada 54,91 % Chung Hwa Pulp International Corp. 6,10% Yuen Foong Yu Global Investment Corp. 2,90 % Lain-lain 0,32 % Publik 35,77 %

## 3. PT. Inti Indorayon Utama.

Head Office	Gedung Uniplasa, East Tower 7 th floor A 1 Jl. Letjen. Mt. Haryono Medan 20231, Sumatera Utara	
Bidang usaha	Pulp & rayon	
Status perusahaan	PMDN	
Tahun pendirian perusahaan	1983	
First Issue	18 Juni 1990	
Pemegang saham	PT. Indo Rayonesia Lestari	49,56 %
	Asia Pacific Resources Int. Holdings Ltd.	13,64 %
	PT. Adimitra Rayapratama	4,03 %
	Scanner Fibre Co.	2,37 %
	Cellulosa International	2,09 %
	Koperasi	0,64 %
	Publik	27,67 %

## 3. PT. Pabrik Kertas Tjiwi Kimia.

Head Office	Plasa Bank International, Menara II, 9 th floor Jl. MH. Thamrin No. 15 Jakarta 10350	
Bidang usaha	Pulp, paper and stationary	
Status perusahaan	PMDN	
Tahun pendirian perusahaan	1978	
First Issue	3 April 1990	
Pemegang saham	PT. Purinusa Ekapersada	63,80 %
	Norbax Inc	7,60 %
	Koperasi	0,20 %
	Publik	28,40 %

## 4. PT. Suparma.

Head Office	Jl. Sulung Sekolahan No. 64 A PO. BOX 448 Surabaya 60174	
Bidang usaha	Paper & packaging	
Status perusahaan	PMDN	
Tahun pendirian perusahaan	1976	
First Issue	15 November 1994	
Pemegang saham	PT. Mahkota Mutiara Mustika	23,32 %
	PT. Gloriajaya Gempita	23,32 %
	PT. Pawakatirta Pawana	23,31 %
	Publik	30,05 %

## 5. PT. Surabaya Agung Industri Pulp &amp; Kertas

Head Office	Jl. Bongkaran 68 Surabaya
Bidang usaha	Paper
Status perusahaan	PMDN
Tahun pendirian perusahaan	1976
First Issue	3 Mei 1993
Pemegang saham	PT. Intan Teguh Sejati 67,86 % PT. Pardika Anarawata 9,36 % PT. Tirta Bayu Sangka 4,91 % Publik 17,86 %

## 4.1. Gambaran Umum

Mayoritas perusahaan yang menjadi obyek penelitian masih dikuasai oleh pemegang saham non publik dan juga hampir semuanya merupakan PMDN.



## BAB V

### ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan data yang telah diperoleh melalui penelitian, maka dalam bab ini akan disajikan hasil pengolahan data beserta bahasannya untuk menjawab persoalan penelitian yang telah dirumuskan pada Bab I

#### 5.1. Analisis *Economic Value Added*

Dalam melakukan analisis EVA, langkah pertama diawali dengan menghitung nilai EVA masing-masing perusahaan selama 7 tahun. Hasil perhitungan EVA ini disajikan pada tabel berikut :

Tabel 5.1 : Nilai EVA perusahaan (dalam juta rupiah)

EMITEN	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
FASW	22.690	-45.246	-28.362	-151.332	-61.635	-167.267	-560.397
INKP	407.523	108.520	-159.148	-337.108	1.309.568	-7.823.504	-10.259.705
INRU	231.871	67.976	-90.503	-357.589	-217.655	-537.370	-700.828
TKIM	85.543	324.414	7.007	-35.085	--515.220	-984.767	-3.899.998
SPMA	4.215	5.547	-16.653	-26.856	-140.945	-108.240	-254.938
SAIP	-61.678	14.855	-32.216	-20.110	-168.710	-124.067	-750.352

Sumber : Data sekunder, diolah

Dilihat dari hasil perhitungan diatas dapat dianalisis hal-hal sebagai berikut :

- PT. Fajar Surya Wisesa

Pada tahun 1994 EVA perusahaan masih menunjukkan nilai yang positif , tapi pada tahun 1995 sampai tahun 2000 perusahaan tidak dapat memberikan nilai tambah terhadap pemilik saham, hal ini terlihat dari EVA perusahaan yang selalu

menunjukkan nilai negatif. Mulai tahun 1995, perusahaan mulai mengadakan ekspansi dengan melakukan investasi secara bertahap pada tiap tahunnya. Pada saat perusahaan belum menikmati hasil investasi (nilai EVA masih belum baik), Indonesia dilanda oleh krisis moneter sehingga mengakibatkan kerugian bagi perusahaan, yang pada akhirnya menyebabkan EVA perusahaan menjadi turun dan bahkan negatif.

- PT. Indah Kiat Pulp&Paper Tbk.

Dari data diatas dapat dilihat bahwa di tahun 1994 – 1995 perusahaan mengalami EVA yang positif, tetapi di tahun 1995 sudah menunjukkan penurunan. Di tahun 1996 dan 1997 EVA perusahaan juga negatif dan baru di tahun 1997 bisa positif lagi yang disebabkan karena adanya kenaikan di modal saham .

- PT. Inti Indorayon Utama, Tbk.

Di tahun 1994 dan 1995, perusahaan dapat memberikan nilai tambah kepada para pemegang saham, yang berarti bahwa tingkat pengembalian yang dihasilkan oleh perusahaan melebihi biaya modal saham. Sejak tahun 1996 hingga 2000, perusahaan tidak dapat memberikan nilai tambah kepada para pemegang saham karena adanya krisis moneter yang melanda perekonomian Indonesia.

- PT. Tjiwi Kimia, Tbk.

Meskipun dari data terlihat bahwa perusahaan jarang mengalami kerugian selama krisis moneter, tetapi dalam perhitungan EVA perusahaan terlihat mengalami nilai EVA yang negatif dalam sejak 1997 hingga tahun 2000. Hal ini berarti perusahaan

masih belum dapat memberikan nilai tambah kepada pemegang saham karena tingkat pengembalian yang didapat perusahaan masih lebih rendah dibanding dengan tingkat biaya modalnya.

- Suparma

Tahun 1994 dan 1995, hasil EVA menunjukkan nilai yang positif dimana hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dapat memberikan nilai tambah pada pemegang saham. Sedangkan dalam 5 tahun terakhir perusahaan mengalami penurunan penjualan yang mengakibatkan laba bersih perusahaan turun hingga 60 %, dan di tahun 1997-1998 dengan adanya krisis moneter mengakibatkan banyak perusahaan di Indonesia mengalami kerugian akibat selisih kurs dan harus menanggung beban bunga yang tinggi. Dengan kondisi tersebut, maka EVA perusahaan dalam 3 tahun terakhir menunjukkan nilai negatif.

- PT. Surabaya Agung Industri Pulp, Tbk..

EVA perusahaan dalam menunjukkan nilai yang hampir selalu negatif, hanya di tahun 1995 saja EVA perusahaan positif. Paling parah di tahun 2000 nilai perusahaan sangat jelek karena perusahaan mengalami kerugian sebesar Rp. 616.199.000.000.

## **5.2. Analisis Hubungan Perubahan Proporsi Hutang Perusahaan dengan Perubahan EVA**

Langkah berikutnya setelah melakukan perhitungan terhadap perubahan EVA pada tiap-tiap perusahaan, adalah sebagai berikut :

1. Menghitung ratio perubahan hutang jangka panjang terhadap modal dari keseluruhan periode penelitian 1994-2000. Perhitungan perubahan proporsi hutang ini terdapat pada lampiran .
2. Melakukan tes dasar variabel perubahan EVA dalam hubungannya dengan variabel perubahan proporsi hutang .Keseluruhan langkah penelitian ini disajikan pada tabel dibawah sebagai ringkasan atas proses korelasi yang dilakukan.

Tabel 5.2 : Nilai korelasi, t uji dan t tabel

Variabel	r	T hitung	T tabel
EVA Perubahan hutang	-0,4404	2,8603	1,645

Sumber : Data sekunder, diolah

Analisis korelasi perubahan EVA dengan perubahan proporsi hutang dengan menggunakan tes statistik Pearson menunjukkan nilai t uji sebesar 2,8603 dengan t tabel sebesar 1,645. Perhitungan di atas menunjukkan  $t_{uji} = 2,8603 > 1,645$  sehingga dengan demikian hipotesa pertama yang menyatakan bahwa antara EVA dan proporsi hutang tidak ada hubungan atau keterkaitan ditolak atau dengan kata lain ada hubungan antara perubahan EVA dengan proporsi hutang perusahaan .

Dari hasil perhitungan, terlihat bahwa korelasi antara perubahan proporsi hutang perusahaan dengan perubahan EVA tersebut adalah -0,4404 Ini dapat diartikan bahwa jika besarnya hutang mengalami kenaikan maka hal tersebut akan membawa akibat turunnya nilai EVA perusahaan .

Kondisi negatif ini bisa dijelaskan sebagai berikut : jika hutang perusahaan bertambah maka hal ini berarti besarnya rasio hutang terhadap modal sendiri (*equity*)

akan bertambah pula. Kenaikan proporsi hutang di dalam struktur modal ini akan menyebabkan biaya hutang (*cost of debt*) akan meningkat. Biaya hutang yang lebih tinggi akan mengakibatkan rata-rata tertimbang biaya modal (*Weighted Average Cost of Capital*) juga meningkat, dimana hal ini akan mengakibatkan terjadinya penurunan pada EVA perusahaan..

Kondisi sebaliknya akan terjadi dimana bila proporsi hutang perusahaan dalam struktur modal berkurang, maka EVA perusahaan akan meningkat pula. Dari keenam perusahaan diatas, rata-rata menunjukkan kondisi hubungan yang negatif tersebut, contohnya pada PT. Fajar Surya Wisesa dan PT. Indorayon Utama.

Koefisien korelasi sebesar  $-0,4404$  sebenarnya menunjukkan bahwa hubungan kedua variabel tidak begitu erat (korelasi lemah). Hal ini kemungkinan disebabkan karena kemampuan perusahaan yang berbeda dalam menarik pinjaman dengan bunga yang rendah. Sehingga keterkaitan antara perubahan proporsi hutang dan nilai EVA di dalam kurang kuat, karena masing-masing mempunyai kemampuan yang berbeda-beda dalam membayar pinjaman dengan bunga yang rendah.

Kondisi negatif ini bisa menjelaskan bahwa jika terjadi kenaikan proporsi hutang dalam struktur modal, biaya hutang (*cost of debt*) menjadi naik. Biaya hutang yang tinggi menyebabkan rata-rata tertimbang biaya modal meningkat untuk selanjutnya berakibat pada penurunan nilai EVA. Kondisi sebaliknya akan terjadi bilamana proporsi hutang dalam struktur modal berkurang menyebabkan EVA perusahaan meningkat.

### 5.3. bungan Perubahan Proporsi Saham dengan Perubahan EVA

Hasil tes statistik korelasi Pearson untuk melihat keterkaitan antara perubahan EVA dengan perubahan proporsi saham menunjukkan hasil yang lebih kecil, yaitu 0.8251 dibandingkan dengan nilai pada tabel yang sebesar 1,645 dengan tingkat signifikansi  $\alpha = 0,10$ .

Tabel 5.3 : nilai korelasi, t uji dan t tabel

Variabel	r	T hitung	T tabel
EVA Prbh modal saham	-0,1401	0,8251	1,645

Sumber : Data sekunder, diolah

Dengan demikian hipotesa pertama yang menyatakan hubungan antara perubahan EVA dengan perubahan proporsi modal saham independen diterima, berarti tidak terdapat keterkaitan antara keduanya.

Dari hasil perhitungan, terlihat bahwa korelasi antara perubahan proporsi saham perusahaan dengan perubahan EVA tersebut adalah 0,8251. Ini dapat diartikan bahwa jika besarnya proporsi saham mengalami kenaikan maka hal tersebut akan membawa akibat kenaikan EVA perusahaan. Perubahan ini dapat disebabkan karena perusahaan menginvestasikan tambahan modal sendiri tersebut ke dalam proyek-proyek yang menguntungkan, atau proyek-proyek dengan selisih antara tingkat rata-rata tertimbang biaya modalnya positif, sehingga berdampak pada naiknya EVA perusahaan.

Dari analisis hubungan perubahan struktur modal dengan EVA, secara implisit dapat ditarik kesimpulan bahwa besarnya biaya modal rata-rata tertimbang (WACC)

tidak hanya ditentukan oleh besarnya hutang dan proporsi modal saham dalam struktur modal, tetapi juga oleh deviden dan beban bunga.

## BAB VI

### KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

Bagian akhir dari penelitian ini adalah menyampaikan kesimpulan-kesimpulan yang diperoleh dari hasil analisis serta bahasannya. Selanjutnya, berdasarkan kesimpulan yang dibuat tersebut akan ditarik implikasi terapan.

#### 6.1. Kesimpulan

Bertolak dari apa yang telah diuraikan dalam analisis, yaitu mengenai hubungan perubahan EVA dengan perubahan struktur modal, maka kesimpulan yang ditarik adalah sebagai berikut:

Ada keterkaitan yang signifikan antara perubahan proporsi hutang perusahaan dengan perubahan EVA, hasil analisis menunjukkan bahwa besar korelasinya adalah  $-0.4404$ .

Perubahan hutang perusahaan mempunyai hubungan langsung dengan EVA perusahaannya. Meskipun hubungan itu tidak kuat, namun tingkat hubungan yang terjadi antara kedua variabel tersebut adalah cukup diperhitungkan. Artinya bahwa setiap ada penambahan jumlah hutang di dalam perusahaan, maka diikuti pula dengan penurunan nilai EVA. Hal ini terjadi karena EVA secara eksplisit memperhitungkan biaya atas penambahan hutang dan modalnya. Kenaikan proporsi hutang dan modal di dalam struktur modal ini menyebabkan biaya hutang (*cost of debt*) dan biaya modal (*cost of equity*) menjadi naik. Biaya modal dan hutang yang lebih tinggi dari returnnya akan menyebabkan rata-rata tertimbang biaya modal meningkat, untuk selanjutnya berakibat pada penurunan EVA.



Tidak ada keterkaitan yang signifikan antara perubahan proporsi saham perusahaan dengan perubahan EVA, hasil analisis menunjukkan bahwa besar korelasinya adalah 0,8251.

Perubahan proporsi saham perusahaan mempunyai hubungan langsung dengan EVA perusahaannya. Meskipun hubungan itu tidak kuat, namun perlu dicermati bahwa hubungan yang terjadi antara kedua variabel tersebut adalah negatif.

Artinya bahwa setiap ada penambahan modal saham di dalam perusahaan, maka diikuti pula dengan penurunan EVA perusahaan.

Hampir semua perusahaan yang bergerak di bidang *pulp & paper*, yang sahamnya diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta, kinerja keuangannya dengan memasukkan biaya modal dalam perhitungannya, sebenarnya tidak begitu bagus, hal ini terlihat dalam perhitungan EVA-nya

## 6.2. Implikasi Kebijakan

Berdasarkan pada penjelasan yang telah diuraikan di muka, implikasi kebijakan yang dapat diberikan adalah sebagai berikut:

Akan lebih baik jika para pengambil keputusan di perusahaan juga memperhitungkan nilai EVA untuk memperhatikan kebijaksanaan struktur modalnya. EVA secara eksplisit memperhitungkan biaya modal atas ekuitas dan mengakui bahwa, karena lebih tingginya resiko yang dihadapi pemilik modal, besarnya tingkat biaya modal atas ekuitas adalah lebih tinggi daripada tingkat biaya modal atas hutang.

Kenyataan ini sering diabaikan oleh perusahaan dewasa karena menganggap bahwa dana yang diperoleh di pasar modal adalah dana murah yang tidak perlu dikompensasi dengan tingkat pengembalian yang tinggi. Anggapan ini karena pihak

perusahaan tidak memperhitungkan biaya modal atas ekuitasnya pada laporan Laba/Rugi sehingga seolah-olah dana ekuitas tersebut adalah gratis. Dengan demikian penggunaan EVA yang secara eksplisit memasukkan biaya modal dapat membantu para pengambil keputusan di perusahaan untuk lebih hati-hati dalam menentukan kebijaksanaan struktur modalnya.

Para pimpinan perusahaan harus berhati-hati di dalam mempertimbangkan penambahan modal perusahaan, jangan sampai penambahan tersebut mengakibatkan timbulnya biaya modal yang lebih besar daripada hasil yang didapat sehingga akan mengakibatkan menurunnya EVA.

Perlunya kejelian dari pimpinan perusahaan dalam memilih bentuk hutangnya, apakah dalam bentuk Rupiah ataukah US\$ atau mata uang asing yang lain sesuai dengan kepentingan perusahaan.

Selain sumbang saran bagi perusahaan, penelitian ini juga memberikan saran bagi investor atau analis investasi. Analisis dengan menggunakan EVA merupakan teknik yang dapat digunakan dalam analisis fundamental, meskipun keputusan investasi perlu disertai dengan analisis yang lain, misalnya dengan analisis teknikal yang menitikberatkan perhatiannya pada faktor ekstern perusahaan, misalnya kondisi perekonomian secara makro, kebijakan pemerintah pada sektor-sektor atau industri-industri tertentu, perubahan tingkat bunga, spekulasi dan informasi dari emitmen lainnya. Ada kecenderungan perhitungan EVA bernilai negatif, hal ini disebabkan karena terbatasnya informasi yang diperoleh guna mengolah perhitungan EVA, sehingga sulit dalam penerapannya.

Untuk selanjutnya agar perhitungan EVA dapat diterapkan, maka semua unsur dalam perhitungan harus transparan, seperti tingkat pengembalian yang diharapkan

oleh pemilik saham atas investasi yang dilakukan, kondisi ekonomi stabil yang menunjang market return yang stabil dan suku bunga yang stabil pula, risiko yang dihadapi masing-masing perusahaan, dll.

Penelitian ini masih membahas pada variabel intern perusahaan seperti hutang dan modal saham, sedangkan aspek makro seperti perubahan tingkat suku bunga dan beban perusahaan belum terlalu diperhatikan .

Faktor produksi juga belum diperhatikan dalam penelitian ini dimana aspek produksi dapat memberikan kontribusi pada laba bersih perusahaan yang pada akhirnya dapat memberikan deviden yang juga akan dapat berpengaruh pada modal saham perusahaan.

Kinerja perusahaan dengan EVA kiranya perlu diperbandingkan dengan *Return On Investment* (ROI) karena perubahan terhadap harga faktor bahan baku, depresiasi dan kelesuan pasar dapat mempengaruhi nilai tambah.

Oleh karena itu untuk penelitian yang akan datang disarankan :

1. Dalam penelitian-penelitian mendatang faktor-faktor tersebut diatas ikut diperhitungkan.
2. Membandingkan pengukuran kinerja dengan metode EVA dengan metode yang lain seperti ROI, dll.